

抑制通胀要靠提升经济实体生产效率

纵观世界经济史,紧缩的货币政策尤其是信贷政策从来就不是杀死通胀的武器,抑制通胀,从来靠的是经济实体生产效率的提升,而不是扩张或者紧缩。假如通胀在短时期内下不去,就应该坦然地面对,从供给上多下功夫,加强社会保障等民生建设的投入,解除制约当今中国居民消费的各种瓶颈。

◎刘煜辉

导致近来中国股市暴跌的一个直接原因是,国外投行的突然转向,一致看空2008年中国经济,国内投行随之附和,使得这一观点一时间成为市场主流。投资者情绪转向导致估值中枢的崩塌,一齐加入杀跌的行列。

2008年中国经济一轮景气周期是否就此结束,中国当下的宏观面真如投资者想象的如此地悲观?

至少有三个迹象不太支持这一判断:其一,资金流向并没有发生逆转;2008年1月—2月份外汇储备激增1189亿美元,其中能够为FDI(81.28亿美元)和顺差(94.9亿美元+95亿美元)解释的,仅471亿美元,717亿美元无法解释。

其二,次债危机有趋缓的迹象。美国房地产市场出现企稳迹象;黄金、石油、商品和外汇开始高位大幅跳水,投机资金开始撤离商品市场,回流到股票市场;美股连续数个交易日报强劲上升了800点;美联储明确表态将尽其所能地防止最坏的事情发生。大宗商品价格的持续回落,对于减轻中国的通胀压力无疑是大有裨益的。

其三,工业企业的盈利增长仍十分强劲,去年四季度当季工业企业盈利甚

至出现加速。从季节因素调整后的数据看,今年1月—2月份工业增加值平均的月环比增长率为1.6%,折合年率达到17%。因此实际的工业生产状况还是非常良好的。这体现了劳动生产效率加速进步的影响还在持续,说明企业微观面景气还在。

为什么对于股市的宏观面判断一时间变得如此悲观,唯一的理由只能来自市场对持续紧缩政策的担忧,因为有信息显示,浙江义乌小商品城的企业在紧缩政策下都快顶不住了。这导致投资者对企业2008年盈利前景产生悲观预期。

2007年以来频繁使用需求管理的手段来调控经济(2次准备金,7次加息,数千亿的定向票据),即便从政策时滞性的角度来讲,也应该要出效果了,但通胀的预期显然越来越来。原因何在?此轮中国的通胀,已经很大程度有别于中国1987年—1988年和1993年—1994年高通胀时期,尽管货币增速同样处于高位,但货币的增速可能更大程度上来自于经济增长的内生需求,因为价格上涨了自然要占用更多的货币。按樊刚先生的说法,货币政策在

一定程度上应当注意到,如何满足由这种通货膨胀导致的货币需求增加,如何满足经济增长的需要。

当下的中国已经高度融入全球经济一体化当中,中国每年要消耗全球53%的铁矿石,全球每年新增原油需求的60%以上来自中国,中国现在的原油自给率不到50%,一半以上依靠进口。美元长期疲软,加之次贷危机将全球的资金都赶进了商品市场中寻求避险,导致原油、农产品价格的暴涨,成为当前中国成本上升的主要推手,加之人口红利的消退以及劳动合同法推之也都使得人工成本显著上升,成本推动成为了此轮通胀的主因。

显然这些因素,并非完全取决于中国,如果美国不能担负起全球经济调整的责任,延续垃圾美元政策以转移次贷危机的风险。单凭中国的一己之力,想要把通胀压下来,何其难。

回到政策出发点来考虑问题,即中国这一轮通胀的主因到底来自于哪里,是需求拉动,还是供给方面的高位,但货币的增速可能更大程度上来自于经济增长的内生需求,因为价格上涨了自然要占用更多的货币。按樊刚先生的说法,货币政策在

经济增长和通胀中一定要做出一个非此即彼的选择,便成了疑问了。

纵观世界经济史,紧缩的货币政策尤其是信贷政策从来就不是杀死通胀的武器,抑制通胀,从来靠的是经济实体生产效率的提升,而不是扩张或者紧缩(格林斯潘语),只有当企业的劳动生产率增长战胜了外部成本价格的上升时,价格真正意义的下降才有可能。这时,同等数量或者略微增多的货币反映出的是人民币价值含量的增加和产品质量的提高,就不是通货膨胀,而是价值重估,是经济增长的正常表现。事实上,中国近年来的经济强劲增长很大程度上得益于企业。反转过来,当紧缩政策扼杀企业劳动生产率时,那么成本上升的压力最终可能演化成恶性的通货膨胀,最后以需求骤然而降,产能过剩而告终。

显然,当下股市暴跌很大程度上源自于市场对超紧缩的政策可能造成的后一种结果的悲观预期。

从全球化背景看,谁越主动,就意味着谁承担的经济调整的成本越多。中国压制国内需求越狠,就需要更多的外部需求来平衡,意味着中国有了更大容量来吸附更多的外部流动性,因为无论是加息还是升值,都会导致海外热钱套利的空间加大,内资企业(特别是中小企业)发展机会受到进一步挤压,给外资收购中国企业和国内资源提供更大的机会。而另一方面也意味着美欧的政策空间增强,由于来

自中国的通胀因素的减轻,美国可以连续降息、向金融市场注入流动性、美元加速贬值,最终以一个大泡沫覆盖一个小泡沫的方式来平滑次债的冲击,而无需紧缩自己的过度需求,承担起调节全球经济失衡的成本。这事实上成了一种国家利益的博弈。中国的单向紧缩政策显然是欧美所乐见的。2月10日G7国家会议对人民币升值和紧缩货币政策表示欢迎。

假如通胀在短时期内下不去,就应该坦然地面对,从供给上多下功夫,加强社会保障等民生建设的投入,解除制约当今中国居民消费的各种瓶颈是当务之急。这意味着中国要修建更多的配套公路、地铁、学校、住房,而所有这些无疑需要大量的基础设施投资。这些配套基础设施投资大幅增长,不同于无效率的重复建设,反而可以缓解目前经济发展的瓶颈,改善投资和消费关系,促进中国家庭的消费,并扫除对未来难测的不安全感。居高不下的中国政府的储蓄率正好应该在这个时候发挥作用。

同时,通过财政补贴和减税手段,稳定通胀的预期,减轻百姓通胀的痛苦;通过财政补贴和减税,引导企业积极进行产业调整和升级,减轻企业面对的成本上升的压力。随着经济结构的逐步改善,相信中国经济能够平稳地走出通货膨胀的泥沼。(作者系中国社会科学院金融研究所中国经济评价中心主任)

一季度业绩预告或成为扭转股市颓势的引擎

◎何阳

截至3月25日,已经有7家上市公司发布了一季度业绩预告,均为预增,平均增幅高达131%。这样的业绩增幅,大大超出了市场预期。而市场之前出现的对今年上市公司业绩增幅回落的预期,正是促成调整深度调整的重要因素之一。

由于次债危机蔓延,美元持续贬值,全球能源、原材料和农产品价格的暴涨,以及冰雪灾害、宏观货币政策持续紧缩所形成的累积效应等等,许多研究机构和分析师对今年一季度上市公司的业绩比较悲观。如果上市公司的一季报的业绩环比下降且同比下降,那么,就会引起市场估值水平的重新上升,从而,给脆弱的市场人气造成重创。

中国平安是一个最明显的例子。3月21日,中金公司出具题为《中国平安寿险业务盈利空间受到挤压》的报告,预测中国平安净利润下降43%。悲观的预期使得中国平安股价再度向下,并产生蝴蝶效应,引发金融股的下跌。

按照静态的业绩分析,目前,很多超跌的蓝筹股已经具有投资价值,但作为对投资者预期影响最重要的因素之一,只有一季度公司的业绩是上升的,目前的PE才能支撑起现有的股价。同时,倘若上市公司一季报业绩高于此前的预期,就意味着上市公司业绩的持续性,将能扭转人们对前上市公司业绩增长是新会计准则原因的印象,增加对上市公司未来前景的信心,挽回颓势。

在此之前,人们之所以发出悲观预测,与出口增速的下降有关,而现在人们突然发现,2月份出口增速急降的主要原因在于2007年的基数过高,并非真的在快速下降。

一季度业绩预告值得期盼,在于它对投资者信心的重塑。

许多人认为,股市的此轮下跌乃是资金缺乏的缘故,我认为,市场并不缺资金,而是缺少信心。资金跟着投资者的信心流动,信心一旦恢复,资金很快就会涌现。从国内资金来看,从今年2月份的数据可以看出,金融机构人民币各项存款余额突破40万亿元,其中居民储蓄存款增长显著,余额突破18万亿元。许多投资者看多,而股市作为进出最快的投资对象,无疑具有非常大的吸引力。

这种搬迁效应应在短时期内就能完成。从国际资金来看,今年1月份,我国实际使用外资金额112亿美元,同比增长109.78%;1—2月,全国实际使用外资金额181.28亿美元,同比增长75.19%。在目前人民币升值和中美元率倒挂的大背景下,国际热钱有可能通过FDI途径流入中国,投资人民币资产,以获取无风险的利润,而股市作为进出最快的投资对象,无疑具有非常大的吸引力。股市通过这次深度调整,泡沫被挤出,许多股票的投资价值日益清晰地显示出来,在期待一季报对业绩的预告带来惊喜的同时,也需对再融资、大小非减持等损害信心的因素从制度层面予以化解,消除不良影响。因此有多大,资金就有多少,一旦信心重新树立起来,牛市中半场的前景依然可期。

券商报告集体误判说明了什么

◎冯光明

巴菲特有句名言:潮退了,才知道谁在裸泳。”当股市持续下跌,沪指综指从6100多点的高位调整到最深时的3500多点后,我们再重新看券商的研究报告,发现他们在集体“裸泳”——没有一家券商看到3500点,它们对年度低点集体误判,对年度高点倒是比较一致,最高的看至10000点。

券商集体“裸泳”的现象并非今年才出现。2005年年末,各大券商机构对2006年的预测,最高目标是15000点,但实际上,2006年上证综指最高点是2698.90点,绝大部分券商少算了一半。2006年年末,绝大多数机构对2007年上证指数的预测都远远低于4000点,而实际最高点达到了6124.04点,许多研究机构又差不多少算了一半。

应该承认,这些研究机构集中了行业内的许多精英,他们既有专业知识,又有完备的数据库和丰富的信息获取渠道,其研究成果是业内精英们智慧的结晶,代表着业内分析的最高水平。然而,他们依然无法把握这个市场,每当潮水过后,他们就成为众目睽睽之下的“裸泳”者,何其尴尬!

这其实从一个侧面反映出中国股市的一个特点:测不准。测不准原理又被称为海森堡不确定性原理,与爱因斯坦著名的“上帝不会掷骰子”的理论相仿。如同抛掷硬币,以统计学观点的平均率而言,哪一面朝上的概率都是一半。因此,巴菲特说,股市就是让某些人出丑的地方,因为股市就是一个庞大的自适应复杂系统,没有静态的理论预测可以长久胜出。

但是,股市的测不准并不意味着谁测不准,并不意味着谁测不准,并不意味着谁测不准,至少也应该有人能够蒙对。事实上,在成熟的资本市场,股市走势与券商报告相吻合的例子并不罕见,并且,大部分能够接近而不是严重背离股



市的实际走势。而对于我们的股市,几乎没有券商研究机构能够哪怕是蒙对。

显然,如果我们用测不准来拒绝绝对问题的深入思考,就可能错过一个从另外一个角度观察、研究中国股市的机会。

虽然股市走势是不可知的,但是,影响股市的相关因素(突发性因素除外)还是可以纳入研究范畴的。比如,实体经济的运行状况。股市是实体经济的晴雨表,它与实体经济走势应该有一定的趋同性。当然,这只是判断股市走势的一种分

■专栏

政策干预并不等于“政策市”

一谈到政策干预,总有人把它和“政策市”简单等同起来而大加挞伐。岂不知市场因素和政府力量并不是孤立的,而是互相配合的。股市如此巨大波动不可避免地会影响到中国经济的稳定发展。当市场机制失灵时就应该用行政手段来弥补,政府职能不就在于解决因市场机制缺陷而造成的资源配置的扭曲吗?

◎孙立行

证券市场是建立在投资者信心上的,投资信心低落,局面就会非常可怕,它会使资产价格的合理调整转变为螺旋式的下跌,甚至还可能使市场从货币“流动性过剩”走向“流动性黑洞”。

纵观中国宏观经济的基本面,除了因天灾人祸以及国际背景造成的高企不下的结构性通胀压力以外,持续五年的经济高速增长势头并没有发生根本性改变,即将陆续公布的2008年一季度报将是实施“两税并轨”后的首个业绩报表,可以预期上市公司整体盈利状况也不会发生转变。那么,造成沪深股市持续急挫的原因又何在呢?

笔者认为,主要的原因有以下三点:首先,是前期背离价值异常高估的股票价格理性的价值回归;其次,大小非限售股解禁后的大规模减持和上市公司的巨额再融资计划则直接触发了恐慌性抛盘,今年包括大小非在内的限售股全年解禁规模将高达1.6万亿元市值,同比增加了七成,这当然加剧了股市供大于求关系的进一步失衡,放大了投资者对市场风险的担忧。再则,全球股市的联动效应,美国次贷危机引发美国经济衰退已是不争的事实,主要发达国家以及整个世界经济的增长速度估计今年都

将有明显回落,由此引爆的全球股灾仍在继续蔓延,沪深股市也不可能幸免于难。不过,非常值得再三深思的是,我国经济受美国次贷危机的直接影响并不大,但沪深股市的跌幅却居全球之首,为美国股市跌幅的两至三倍,这是为什么?

资产泡沫受到挤压,本身并不是一件坏事,可以促使投资者行为变得理性些,对将来中国股票市场的健康稳定发展无疑是一件好事。但跌势持续时间之长、幅度之大和所涉及的范围之广已超出了市场的正常调整范畴,造成了市场普遍的悲观情绪,对股市的发展则有百弊无一利了。

当前沪深股市的走势是多种因素交织在一起相互影响,相互作用的结果。从面上看,市场资金供给失衡直接触发了股市连续六周的大幅下跌,而实际上,投资者的市场信心和预期逆转才是股市持续疲弱的内在因素。当前,投资者的市场信心已变得异常脆弱,对市场的任何一点风吹草动都会产生过激反应,负面效应往往会被放大,而正面影响却被抑制。

管理层为了从资金供给面来支撑股市,自2月以来加快了新基金的审批,在短短的两个半月内获批的新基金数就高达15只之多。虽然基金销售规模空前,但遗憾的是,市场反应平平,基金申购

状况同去年市场大牛市的争抢盛况相比,简直是两重天,而且,基金的赎回量远高于基金的申购量。同时,股票基金新开户数锐减,银行存款增加,出现了资金回流的现象。因此,对政府来说,当务之急是果断采取有效、合理的措施来规范市场,以尽快恢复投资者的信心。重拳出击,矫枉过正。不过正不足以矫枉,这是为了及时挽回市场的颓势,让股市回到正常的态势。

一谈到政策干预,总有人不去具体问题具体分析,而是眉毛胡子一把抓,把它和“政策市”简单等同起来而大加挞伐。岂不知当前悲观情绪正在蔓延,股市价格机制失灵,许多优质大盘蓝筹股被错杀,阻碍了市场发挥资源有效配置的功能。股市的整体水平反映的是市场对宏观经济总体发展的预期,所谓经济晴雨表是也,股市如此巨大波动不可避免地会影响到中国经济的稳定发展。当市场机制失灵时就应该用行政手段来弥补。市场因素和政府力量并不是孤立的,而是互相配合的。政府职能不就在于解决因市场机制缺陷而造成的资源配置的扭曲吗?

尤其是沪深股市在制度建设上还有太多的空白,市场化水平低,法制和监管基础薄弱,风险管理机制落后,投资者素质不高,所有这些因素都在危害着股市的健康发展。因而一旦市场出现问题

创业板为风险投资带来历史性机遇

◎姜淑霞

中国证监会日前正式就《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》向社会公开征求意见,筹划了近10年之久的创业板呼之欲出。3月25日,证监会副主席姚刚表示:“我们认为现在推出创业板的时机已经比较成熟了。”

创业板推出,将为我国风险投资业带来一次历史性发展机遇。

风险投资是一种由职业金融家向新创的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的高科技企业投入权益资本的行为。美国早在1946年,就诞生了世界上第一家风险投资公司,目前,风险投资公司已经有4000多家,投资额达到600多亿美元。风险投资促进了美国高科技企业的崛起。美国政府的科技顾问基沃斯博士说过:“至少有50%从事高新技术的中小企业在其发展过程中得到了风险投资的帮助。”美国硅谷是高科技企业的聚集地,同时也是风险投资企业大展身手的乐园。风险投资在美国硅谷创造了很多的神话,把一个又一个软件企业从小到大“孵化”出来,微软公司、苹果电脑公司、SUN微系统公司、LOTUS等,都曾从风险投资公司中深深受益。

美国风险投资发展最快的时期,是在纳斯达克问世之后。尤其是在克林顿主政时代,在“新经济”政策引导下,纳斯达克市场飙升,纳斯达克指数在六年时间上涨了9倍多。纳斯达克不仅“孵化”出了一大批高科技企业,也成就了许多有远见、有魄力的风险投资者。

风险投资与高科技企业的崛起之间的紧密联系,使得我国创业板的推出,赋予了更积极的意义。中国推出创业板对于风险投资企业的作用,犹如纳斯达克之于美国的风险投资者。

我国的风险投资业始于上个世纪80年代,已有20多年的历史,但创业板的缺位制约了风险投资的发展。风险投资公司少,实际项目投入更少,仅是科学技术成果转化所需资金的1%,难以满足科技成果转化的资金需要。而且,我国风险投资主要来源于政府财政拨款和银行科技开发贷款等(政府和银行资金大约占70%,而美国等发达国家为9%),没有充分挖掘个人、企业、金融和非金融机构等具有投资潜力的力量。

由于创业板没有建立,主板市场门槛高,风险投资公司所投资项目无法公开上市,产权转换难以进行,风险投资缺乏重要的退出渠道。而这一切,都将因创业板的问世迎刃而解。

风险投资和创业板是一对“孪生兄弟”,多层次资本市场的建立将为风险投资资本提供灵活而直接的退出通道,将促进风险投资事业的发展。风险投资事业的发展,又将不断孵化科技成果和前景良好的成长型创新企业,为创业板和资本市场培育优秀的上市资源,从而促进多层次资本市场扩大容量、优化结构、提高素质。这是一种相得益彰的关系。这种关系一旦确立,将产生积极的效果。

其一,加快科技成果的转化,促进高科技企业的发展。我国每年仅专利技术就有7万多项,但专利技术的实施率只有10%左右,科技成果转化率为商品并取得规模效益的比例约为10%—15%,而发达国家这一比例一般可达到60%—80%,创业板的推出与风险投资事业的发展,无疑将加快我国科技成果转化的步伐,推动我国高科技企业的发展。

其二,增加就业。就业问题是近年来困扰我国的一大难题。美国风险投资业的发展证明,受风险资本支持的企业明显比一般大企业创造的工作机会多,其提供的就业机会以每年34%的速度增长,而美国财富500家公司在中小企业4%的速度减少工作职位。风险投资与中小企业创业还解决了美国当代就业增量的70%之多。

其三,推动经济发展。美国风险投资的资本总量,虽然只占整个社会投资总量的1%,但受风险投资支持的企业,其产出占国民生产总值的比例高达11%。创业板的推出,风险投资业的快速发展,多层次资本市场的建立,或为我国带来一个新的经济增长点。

就更加需要政策的干预。笔者认为,就目前沪深股市形势来看,政策干预非但很有必要而且刻不容缓。至少在现阶段,政府可以选择的措施是不少的,比如降低交易成本,严格规范对巨额再融资计划的审批制度,避免上市公司的恶意“圈钱”,尽快推出股指期货,带动大盘蓝筹股回归理性的估值水平等等,以此来重塑投资者的信心和对未来市场发展的预期。

总之,中国经济的可持续发展离不开股市的健康发展。必须万分珍惜股权分置改革带来的股市的繁荣。强大的股市不仅会提升中国经济的资源配置效率,而且会促进产业结构的优化和升级,推动经济高速增长,加快提高国民的生活水平。所以,政府要采取各种适当的行政手段来干预市场机制中出现的严重扭曲现象,完善制度建设,维持股票市场的健康平稳发展。

除此之外,提升投资者素质对股市的可持续发展关系重大,现在也是抓紧投资者教育的大好时机,尤其应设法使入市不久的新投资者矫正期望值,真正意识到投资股市不是暴富的手段,而是资源有效配置的场所。只有股市健康、稳定发展,才能推动中国经济的可持续增长,才能使每个投资人长期分享中国经济增长带来的收益。

从经济发展周期看,中国经济今年正面临前所未有的内忧外患双重冲击。如何应对国内外经济环境的不确定变化,解决好经济成长中出现的各种问题和矛盾,是对新一届政府驾驭宏观经济智慧和艺术的大考验。(作者系上海社会科学院世界经济研究所国际金融研究室副主任 经济学博士)